

2018. 7. 2



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 140,000 원

현재주가 (6.29) 116,500 원

상승여력 20.2%

KOSPI 2,326.13pt

시가총액 35,495억원

발행주식수 3,047만주

유동주식비율 56.94%

외국인비중 29.32%

52주 최고/최저가 117,000원/67,100원

평균거래대금 157.3억원

주요주주(%)

박찬구 외 5 인 24.70

국민연금 10.05

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 8.31

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 11.5 17.1 55.7

상대주가 17.8 24.2 60.4

주가그래프



금호석유 011780

유일한 대안

- ✓ 2Q18 영업이익 1,477 억원 추정→ 화학업종 내 유일한 실적 모멘텀 보유
부정적 요소(간이보수 및 원가 강세)를 감안해도 실적 서프라이즈 예상
- ✓ 부타디엔 일시적 강세에도 자급률 상승과 판가 인상을 통한 수익성 유지
- ✓ 금호 P&B 연중 강세 지속 예상: 2H18 PC 증설 등 전방 수요 확대
- ✓ 화학업종 최선호주 유지, 투자 의견 Buy 와 적정주가 14 만원 제시

3 개 분기 연속 어닝 서프라이즈를 예상

2 분기 영업이익 1,477 억원(+234% YoY)을 추정, 시장 예상치(1,299 억원)를 상회하는 실적 서프라이즈를 예상한다. 2Q18 역시 페놀유도체 업황 강세가 실적 호조세를 견인했다. 페놀유도체 영업이익 678 억원을 예상한다. 이는 (1) 벤젠 약세에 따른 BPA 스프레드 개선(2Q18 975 달러/톤, +14% QoQ), (2) 다운스트림 PC 신증설 등 수요 호조세가 이익을 견인했다. 합성고무는 부타디엔 강세 논란에도 불구하고, 안정적 이익 기조를 예상한다. 동사는 (1) 중국 소재 합성고무 설비들의 가동중단의 반사수혜, (2) 부타디엔 일부 물량 자급에 따른 원가 강세를 헷징하며 수익성을 유지했다는 판단, 영업이익 388 억원을 추정한다.

화학업종 내 뚜렷한 증익 기조, 유일한 투자 대안

금호석유에 대한 투자 의견 Buy 를 유지, 적정주가는 14 만원(기준대비 7.7% 상향)을 제시한다. 이는 18~19 년 이익 증가를 감안하여 PBR 1.8 배를 적용했다. 18 년 이익 6,507 억원을 예상, 이는 전 사업부 체질 개선의 결과물이다.

합성고무는 부타디엔 강세 전환에 따른 수익성 부담은 단기적 우려에 그치겠다. 이는 (1) 동사는 부타디엔 자급률 개선으로 원재료 강세에 대처 용이한 점, (2) 과거 3 년간 글로벌 합성고무 신증설 부재에 따른 수급률 개선 때문이다.

페놀유도체 사업부는 전방 IT/가전 수요 호조가 지속된 가운데, 올 하반기 PC 신증설(30 만톤/년)도 예정되어 있어 페놀유도체 사업의 이익 증가를 견인할 전망이다. 에너지 사업부의 이익도 개선되겠다. 유가에 후행하는 SMP 가격 상승과 금호 Mitsui, 금호폴리캠 등 증설(MDI 10 만톤, TPV 0.5 만톤)에 따른 판매량 증가가 예상되기 때문이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,970.4	157.1	73.3	2,320	-34.5	48,363	35.3	1.7	12.5	4.6	163.1
2017	5,064.8	262.6	213.6	6,906	174.3	55,019	14.4	1.8	10.0	12.3	134.0
2018E	5,372.9	650.7	537.9	17,551	158.6	69,430	6.6	1.7	5.6	25.8	115.2
2019E	5,532.2	682.1	586.9	19,159	7.4	86,117	6.1	1.4	4.8	22.5	95.0
2020E	5,587.8	681.3	609.9	19,915	3.9	103,491	5.9	1.1	4.2	19.2	79.8

표1 금호석유 2Q18 실적 추정 비교

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,340.2	1,239.1	8.2%	1,339.9	0.0%	1,361.6	-1.6%
영업이익	147.7	44.2	234.4%	165.8	-10.9%	129.9	13.7%
지배순이익	124.7	36.7	239.5%	132.1	-5.6%	101.9	22.4%

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표2 금호석유 사업부문별 실적 추정 Table

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,408.2	1,239.1	1,205.2	1,212.3	1,339.9	1,340.2	1,344.0	1,348.8	5,064.8	5,372.9	5,532.2
합성고무	636.2	499.5	463.5	468.9	474.5	554.4	559.4	567.6	2,068.1	2,155.9	2,326.9
합성수지	303.5	293.8	308.9	299.3	299.6	333.9	326.0	323.9	1,205.5	1,283.5	1,335.5
기타	468.5	445.8	432.7	444.1	565.8	425.6	432.2	430.8	1,791.1	1,854.4	1,761.3
영업이익	65.7	44.2	57.8	95.0	165.8	147.7	169.4	167.8	262.6	650.7	682.1
%OP	4.7%	3.6%	4.8%	7.8%	12.4%	11.0%	12.6%	12.4%	5.2%	12.1%	12.3%
세전이익	88.4	52.9	78.1	70.4	194.2	169.6	193.7	186.3	289.8	743.8	793.1
순이익(지배주주)	69.1	36.7	56.5	51.3	132.1	124.7	142.4	138.7	213.6	537.9	586.9
% YoY											
매출액	61.6%	22.5%	21.2%	10.9%	-4.8%	8.2%	11.5%	11.3%	28.7%	6.1%	3.0%
영업이익	41.9%	-32.4%	146.3%	333.5%	152.2%	234.4%	193.3%	76.7%	60.1%	147.8%	4.8%
세전이익	73.7%	-19.9%	흑전	흑전	119.7%	220.9%	148.0%	164.6%	70.9%	156.7%	6.6%
당기순이익	80.8%	-18.4%	217.0%	흑전	91.3%	239.5%	152.0%	170.5%	79.6%	151.9%	9.1%
% QoQ											
매출액	28.8%	-12.0%	-2.7%	0.6%	10.5%	0.0%	0.3%	0.4%			
영업이익	199.9%	-32.7%	30.8%	64.4%	74.6%	-10.9%	14.7%	-0.9%			
세전이익	흑전	-40.2%	47.6%	-9.9%	175.9%	-12.7%	14.2%	-3.8%			
당기순이익	흑전	-46.9%	54.0%	-9.2%	157.6%	-5.6%	14.2%	-2.6%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 금호석유 12M Fwd PER 밴드



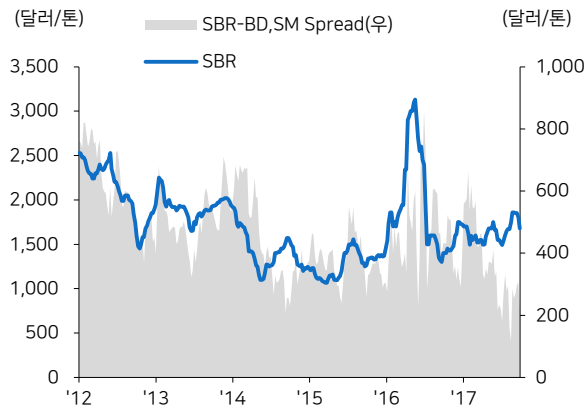
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 금호석유 12M Trailing PBR 밴드



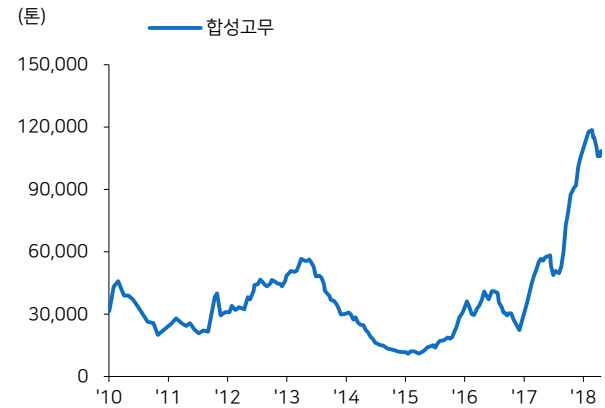
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 합성고무 스프레드(2Q18 250달러/톤, -22% QoQ)



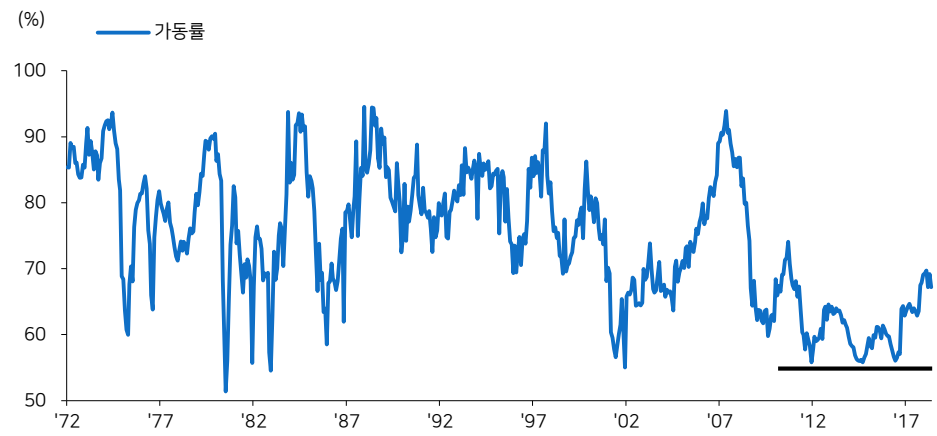
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 중국 동부 합성고무 재고량 현황



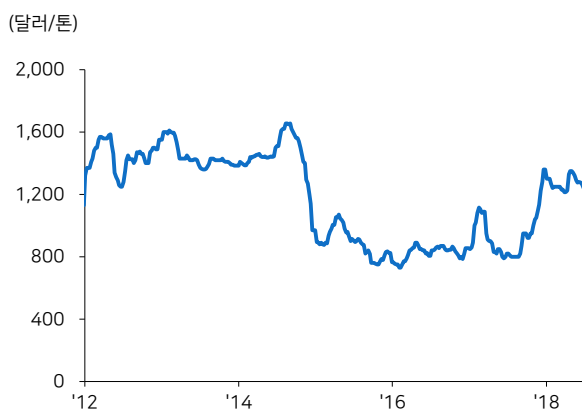
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 글로벌 합성고무 가동률 현황



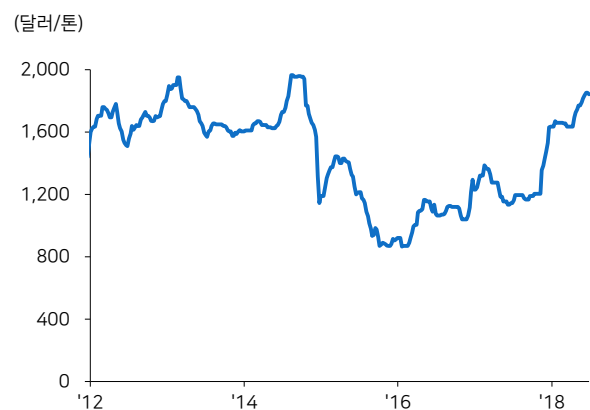
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 페놀 가격



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 BPA 가격



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

금호석유 (011780)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,970.4	5,064.8	5,372.9	5,532.2	5,587.8
매출액증가율 (%)	0.9	27.6	6.1	3.0	1.0
매출원가	3,637.5	4,636.5	4,481.1	4,587.1	4,641.0
매출총이익	332.9	428.3	891.8	945.1	946.8
판매관리비	175.9	165.6	241.1	263.0	265.5
영업이익	157.1	262.6	650.7	682.1	681.3
영업이익률	4.0	5.2	12.1	12.3	12.2
금융손익	-67.2	-27.5	-56.1	-53.2	-46.5
종속/관계기업손익	27.6	89.1	149.2	164.2	189.4
기타영업외손익	-4.6	-34.4	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	112.9	289.8	743.9	793.1	824.1
법인세비용	32.1	72.1	186.1	194.2	201.8
당기순이익	80.8	217.7	557.7	598.9	622.4
지배주주지분 순이익	73.3	213.6	537.9	586.9	609.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	296.8	421.1	614.0	856.0	892.4
당기순이익(손실)	80.8	217.7	557.7	598.9	622.4
유형자산상각비	202.8	215.1	248.7	268.9	280.0
무형자산상각비	3.2	2.8	2.2	1.9	1.6
운전자본의 증감	-20.2	-39.5	-216.3	-13.6	-11.5
투자활동 현금흐름	-250.7	-106.0	-251.5	-366.4	-382.3
유형자산의증가(CAPEX)	-272.7	-106.0	-253.1	-340.0	-360.0
투자자산의감소(증가)	29.4	-14.9	-22.7	-25.3	-21.4
재무활동 현금흐름	103.6	-276.7	202.3	-7.8	-37.8
차입금의 증감	165.4	-261.5	228.5	20.2	-9.8
자본의 증가	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	149.7	37.5	565.1	481.8	472.3
기초현금	47.3	197.0	234.4	799.5	1,281.2
기말현금	197.0	234.4	799.5	1,281.2	1,753.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,255.3	1,332.7	2,044.2	2,565.8	3,071.7
현금및현금성자산	197.0	234.4	799.5	1,281.2	1,753.6
매출채권	520.9	588.5	672.9	694.4	712.6
재고자산	445.5	426.8	474.9	490.1	503.0
비유동자산	3,290.8	3,247.1	3,249.6	3,344.2	3,444.0
유형자산	2,564.8	2,440.3	2,426.7	2,497.8	2,577.8
무형자산	17.3	14.9	13.1	11.2	9.7
투자자산	664.7	768.6	791.3	816.7	838.0
자산총계	4,546.1	4,579.8	5,293.8	5,910.0	6,515.8
유동부채	2,145.6	1,913.9	2,091.8	2,132.7	2,130.3
매입채무	373.7	398.2	382.1	394.3	404.6
단기차입금	971.8	899.8	968.8	888.8	808.8
유동성장기부채	539.3	326.2	350.8	350.8	350.8
비유동부채	672.7	709.1	742.4	746.9	760.7
사채	143.8	247.9	202.8	162.8	142.8
장기차입금	415.7	335.2	394.2	434.2	464.2
부채총계	2,818.2	2,623.0	2,834.2	2,879.6	2,891.0
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	266.5	266.5	266.5	266.5
기타포괄이익누계액	18.2	46.1	42.1	42.1	42.1
이익잉여금	1,207.9	1,403.0	1,889.6	2,448.5	3,030.3
비지배주주지분	108.2	114.2	134.3	146.3	158.7
자본총계	1,727.9	1,956.8	2,459.6	3,030.4	3,624.7

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	130,316	166,234	176,348	181,577	183,399
EPS(지배주주)	2,320	6,906	17,551	19,159	19,915
CFPS	12,824	17,332	33,312	36,663	37,817
EBITDAPS	11,916	15,771	29,594	31,273	31,602
BPS	48,363	55,019	69,430	86,117	103,491
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	35.3	14.4	6.6	6.1	5.9
PCR	6.4	5.7	3.5	3.2	3.1
PSR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
PBR	1.7	1.8	1.7	1.4	1.1
EBITDA	363.0	480.5	901.7	952.8	962.8
EV/EBITDA	12.5	10.0	5.6	4.8	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	12.3	25.8	22.5	19.2
EBITDA 이익률	9.1	9.5	16.8	17.2	17.2
부채비율	163.1	134.0	115.2	95.0	79.8
금융비용부담률	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
이자보상배율(x)	2.7	4.0	10.2	10.0	10.0
매출채권회전율(x)	8.3	9.1	8.5	8.1	7.9
재고자산회전율(x)	9.5	11.6	11.9	11.5	11.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

금호석유 (011780) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.11	기업분석	Buy	100,000	노우호	-27.9	-22.3	
2016.11.17	산업분석	Buy	100,000	노우호	-24.1	-14.2	
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.2	-7.7	
2017.02.06	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-21.7	-7.7	
2017.02.21	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-21.8	-7.7	
2017.03.03	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-22.3	-7.7	
2017.04.05	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.4	-7.7	
2017.05.02	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-22.5	-7.7	
2017.05.30	산업분석	Buy	100,000	노우호	-22.7	-7.7	
2017.06.26	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-22.8	-7.7	
2017.07.10	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-23.1	-7.7	
2017.07.31	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-23.1	-7.7	
2017.08.21	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-23.1	-7.7	
2017.10.11		1년 경과			-31.4	-28.5	
2017.11.01	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-27.6	-13.5	
2017.11.29	산업분석	Buy	115,000	노우호	-15.6	-5.7	
2018.01.18	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-19.9	-17.3	
2018.02.02	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-26.4	-17.3	
2018.04.04	산업분석	Buy	130,000	노우호	-26.6	-17.3	
2018.04.30	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-25.6	-15.8	
2018.05.14	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-24.6	-14.6	
2018.05.31	산업분석	Buy	130,000	노우호	-23.3	-10.0	
2018.07.02	기업브리프	Buy	140,000	노우호	-	-	